
מדידת מצרפי הכסף בישראל על פי הסטנדרט הבינלאומי

מעייין קלרמן*

תקציר

בעקבות הצטרפותה של ישראל לארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי (OECD), ערכה החטיבה למידע ולסטטיסטיקה התאמה של ההגדרות והחישוב של מצרפי הכסף בישראל להגדרות הבינלאומיות, שקבעה קרן המטבע הבינלאומית (IMF). המצרף המרכזי למדידת כמות הכסף – 'מצרף הכסף הרחב' (broad money) – כולל את רכיבי הכסף הנזילים ביותר, כגון מזומנים ופיקדונות עו"ש, אך גם מכשירים נוספים נזילים פחות, כגון מלווה קצר מועד (מק"ם). עיקר ההבדל בין המצרף הרחב ביותר שחושב עד כה בישראל – M3 – לבין מצרף הכסף הרחב נובע מהתפתחות של מכשירים ומנפיקים חדשים בעשורים האחרונים שלא נלקחו בחשבון בהגדרות הקודמות, כגון קרנות כספיות. מאז המעבר למשטר של יעד אינפלציה בניהול המדיניות המוניטרית בישראל ובמדינות רבות בעולם, מצרפי הכסף אינם משמשים עוד תפקיד מרכזי בקביעת המדיניות המוניטרית. על אף זאת, קובעי המדיניות בוחנים אינדיקטורים רבים כדי להעריך את המדיניות הנדרשת על מנת להשיג את יעד האינפלציה, וביניהם גם את התפתחות מצרפי הכסף, כמקור מידע נוסף על מצב המשק.

* החטיבה למידע ולסטטיסטיקה, בנק ישראל.

1. הקדמה

הצטרפותה של מדינת ישראל ל-OECD¹ חייבה אותה לעמוד בסטנדרטים בינלאומיים הנדרשים על ידי הארגון בתחומים שונים, לרבות בתחום הסטטיסטיקה. במסגרת זו, פועלת החטיבה למידע ולסטטיסטיקה בבנק ישראל, בין היתר, לעמידה בסטנדרטים הבינלאומיים בתחום הסטטיסטיקה הפיננסית והמוניטרית. ההיצמדות להגדרות בינלאומיות בתחום זה מאפשרת למקבלי החלטות ואנליסטים בארץ ובעולם לערוך השוואות בינלאומיות על פי בסיס נתונים אחיד. חשיבותו של גורם זה עולה ככל שישאל מעמיקה את השתלבותה בכלכלה הגלובלית.

אחד מתחומי האחריות העיקריים של בנקים מרכזיים הוא ניהול המדיניות המוניטרית במשק ככלי לשמירה על יציבות המחירים. כסף הוא רכיב מרכזי במנגנון התמסורת בין המדיניות המוניטרית לבין פעילות המשק והאינפלציה. משום כך, הבנת מושג הכסף והגורמים המשפיעים עליו חשובה עבור בנקים מרכזיים וכלכלנים. עם זאת, מאז המעבר למשטר של יעד אינפלציה בניהול המדיניות המוניטרית בישראל ובמדינות רבות בעולם, מצרפי הכסף אינם משמשים עוד תפקיד מרכזי בקביעת המדיניות המוניטרית. במשטר של יעד אינפלציה הכלי העיקרי הוא קביעת הריבית, ולא השליטה הישירה בכמות הכסף. קובעי המדיניות בוחנים אינדיקטורים רבים כדי להעריך את המדיניות הנדרשת על מנת להשיג את יעד האינפלציה, בפרט את הציפיות לאינפלציה, המשפיעות במידה רבה על אופן קביעת המחירים ותהליך האינפלציה בעתיד. למרות זאת, מקבלי החלטות וכלכלנים עדיין בוחנים גם את התפתחות מצרפי הכסף, כמקור מידע נוסף על מצב המשק, ולצורך מעקב אחר שינויים במקור ובשימוש בכסף במשק.

מאז המשבר הפיננסי האחרון, המדיניות המוניטרית בעולם מרחיבה והיא מתבטאת, גם בישראל, בשערי ריבית נמוכים ואף בשערי ריבית שליליים בחלק מהמדינות, וכן בהרחבה כמותית – כלומר, הזרמת נזילות על ידי הבנק המרכזי.² בסביבה כזו, מעניין במיוחד לבחון את ההשפעה של שערי הריבית הנמוכים, ואף השליליים, בחלק מהמדינות, על התנהגותם של מצרפי הכסף השונים.

לאחרונה התאימה החטיבה למידע ולסטטיסטיקה את הנתונים על מצרפי הכסף של ישראל לסטנדרט הבינלאומי, והנתונים החדשים כבר מדווחים לגופים הבינלאומיים ומוצגים באתר האינטרנט של הבנק.³ עבודה זו מתארת את ההגדרות ואת אופן המדידה של מצרפי הכסף בישראל, בהתבסס על הנחיות קרן המטבע הבינלאומית, אותן אימץ ה-OECD כסטנדרט מחייב עבור המדינות החברות בו, ומדגימה אותם בעזרת הצגת נתונים על מצרפי הכסף בישראל והשוואתם לנתונים של מדינות ה-OECD.

2. מצרף הכסף הרחב

כסף מוגדר כמכשיר העונה על שלושה קריטריונים:

1. משמש כיחידת מדידה (unit of account): סחורות ושירותים נמדדים במונחי כסף;
2. שומר ערך (store of value);
3. מתקבל כאמצעי חליפין עבור מוצרים ושירותים.

¹ ב-OECD חברות כיום 34 מדינות מפותחות.

² להרחבה בנושא הרחבה כמותית (QE-quantitative easing) וכלים מוניטריים נוספים ראו "מדיניות מוניטרית בלתי שגרתית: מטרות ואמצעים" בדוח המדיניות המוניטרית, המחצית השנייה של 2013.

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/Pages/doch-mm/INF2013-01h.aspx>

³ <http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/MainPage.aspx?Level=3&Sid=23&SubjectType=2>

קרן המטבע הבינלאומית קבעה הגדרה אחידה של מצרפי הכסף עבור כל המדינות, ואותה הגדרה מחייבת גם את המדינות החברות ב-OECD.⁴ המצרף המרכזי למדידת כמות הכסף, כפי שקבעה קרן המטבע הבינלאומית, מכונה 'מצרף הכסף הרחב' (broad money), והוא כולל את רכיבי הכסף הנזילים ביותר, אך גם מכשירים נוספים המשמשים למטרות חיסכון וביצוע עסקאות. לפי הנחיות קרן המטבע, יישום המתודולוגיה הוא על בסיס מאזן מפורט של כלל הנכסים וההתחייבויות של הבנק המרכזי, הבנקים המסחריים וגופים פיננסיים נוספים (MFS). לכל מצרף של כמות הכסף קיימים שלושה מימדים: המכשירים או הנכסים הפיננסיים, המגזרים המנפיקים התחייבויות כספיות והמגזרים המחזיקים.

2.1 הנכסים הפיננסיים הנחשבים לכסף

כסף, הבא לידי ביטוי בסוגים שונים של נכסים פיננסיים, מוחזק כאמצעי חליפין. לכן, כאשר מגדירים את מצרף הכסף הרחב יש צורך להעריך את מידת הנזילות של הנכסים הפיננסיים השונים. המושג נזילות מתייחס למידה בה ניתן למכור את הנכס בהתראה קצרה ובמחיר השווה או הקרוב מאוד למחיר השוק. הנכסים הפיננסיים הנזילים ביותר הם מזומנים ופיקדונות העו"ש – ניתן להשתמש בהם באופן מיידי ועל פי ערכם הנומינלי המלא לצורך רכישת מוצרים, שירותים ונכסים. בהגדרת מצרף הכסף הרחב מצטרפים נכסים פיננסיים אחרים, שהינם פחות נזילים. בהתאם לכך, הוחלט על ידי קרן המטבע הבינלאומית לכלול במצרף הכסף הרחב את כל המכשירים הפיננסיים מעוטי הסיכון שתקופת הפדיון המקורית שלהם היא עד שנתיים.⁵ המכשירים הנכללים במצרף הכסף הרחב על פי הגדרות קרן המטבע הבינלאומית הם:⁶

- מזומנים;
- פיקדונות עו"ש;
- פיקדונות שאינם עו"ש לתקופה מקורית לפדיון של עד שנתיים;
- אג"ח שהונפקו לתקופה מקורית לפדיון של עד שנתיים;
- עסקאות ריפו (repo) לתקופה של עד שנתיים.⁷

חשוב לציין כי בהגדרת הכסף הרחב נכללים המכשירים הללו הן במטבע המקומי והן במטבע חוץ ובכל מגזרי ההצמדה. כמו כן, חשוב להדגיש כי בעולם בו מערכות פיננסיות משתנות כל הזמן, יש צורך לעקוב אחר המכשירים שצריכים להיכלל במצרף הכסף הרחב. לדוגמה, שימוש באמצעים אלקטרוניים במקום כסף יצריך בחינה מחדש של הגדרת המצרפים.

⁴ International Monetary Fund (2000), Monetary and Financial Statistical Manual.

Burgess S. and Janssen N. (2007), 'Proposals to modify the measurement of broad money in the United Kingdom: a user consultation', Bank of England.

⁵ סביר להניח, כי מכשירים קצרים במונחי תקופה שנותרה לפירעון (הזמן שנותר עד לפדיון) מהווים אינדיקטור נכון יותר לכך שישתמשו במכשירים אלה לצורכי חליפין. אך לפי קרן המטבע יש להתייחס לתקופה המקורית לפירעון (התקופה לפדיון של המכשיר בזמן הנפקתו), וזאת בשל הצורך ליצור אמת מידה קבועה להשוואות בינלאומיות והקושי הקיים במדינות שונות לדווח לפי תקופה שנותרה.

⁶ כל מדינה רשאית לבצע התאמות לפי מבנה השוק ומגבלת הנתונים, באישור קרן המטבע.

⁷ עסקת ריפו היא עסקה שבה צד א' קונה מצד ב' נייר ערך ומתחייב למכור לו בחזרה את נייר הערך במועד ידוע מראש תמורת מחיר שנקבע מראש ביום חתימת החוזה.

2.2 מנפיקי התחייבויות כספיות

מוסדות פיננסיים המנפיקים התחייבויות המשמשות את המחזיקים בהן כאמצעי חליפין (money issuers). ישנן שתי שיטות להגדיר מגזרים מנפיקים: על בסיס חוקי או על בסיס פונקציונלי. השיטה הראשונה, אשר נהוגה לדוגמה בבריטניה, כוללת מוסדות שהוגדרו בחוק כמוסדות בהם ניתן להפקיד פיקדונות, לרוב – הבנק המרכזי והבנקים המסחריים. בשיטה השנייה, אשר נהוגה בגוש האירו, בארה"ב וגם בישראל, נלקחים בחשבון גם מתווכים פיננסיים שאינם הבנק המרכזי והבנקים המסחריים, כגון הקרנות הכספיות, אשר רשאים להנפיק התחייבויות שבפועל מהוות תחליף לכסף, אך באופן רשמי לא ניתן להפקיד בהם פיקדונות.

המגזרים והמוסדות המנפיקים התחייבויות כספיות בישראל אשר נכללים במצרף הכסף הרחב על פי השיטה הפונקציונלית הם:

- הבנק המרכזי;
- הבנקים המסחריים – כולל סניפים של בנקים זרים במדינה;
- הממשלה;
- הקרנות הכספיות;
- בנק הדואר.

2.3 המגזרים המחזיקים בכסף – הציבור

המגזרים המחזיקים בכסף (money holders) הם כל המגזרים במשק (תושבי ישראל), למעט המוסדות המנפיקים התחייבויות כספיות ולמעט תושבי החוץ:

- משקי הבית;
- החברות העסקיות;
- הגופים הפיננסיים שאינם כוללים במגזרים המנפיקים (לדוגמה, גופים מוסדיים);
- הרשויות המקומיות.

לפי הנחיות קרן המטבע הבינלאומית, הסיבה שלא כוללים תושבי חוץ בין המגזרים המחזיקים בכסף נעוצה בהנחה, כי רוב הפיקדונות של תושבי חוץ במשק המקומי משמשים כאמצעי חליפין מחוץ למשק הישראלי, ואילו מצרף הכסף הרחב נועד לשקף את הכסף המשמש לפעילות במשק המקומי עצמו.

3. מדידת מצרף הכסף הרחב בישראל

להלן פירוט של מרכיבי מצרף הכסף הרחב בישראל, כאשר החלק שנכלל במצרף הוא רק האחזקות על ידי המגזרים המחזיקים (הציבור):

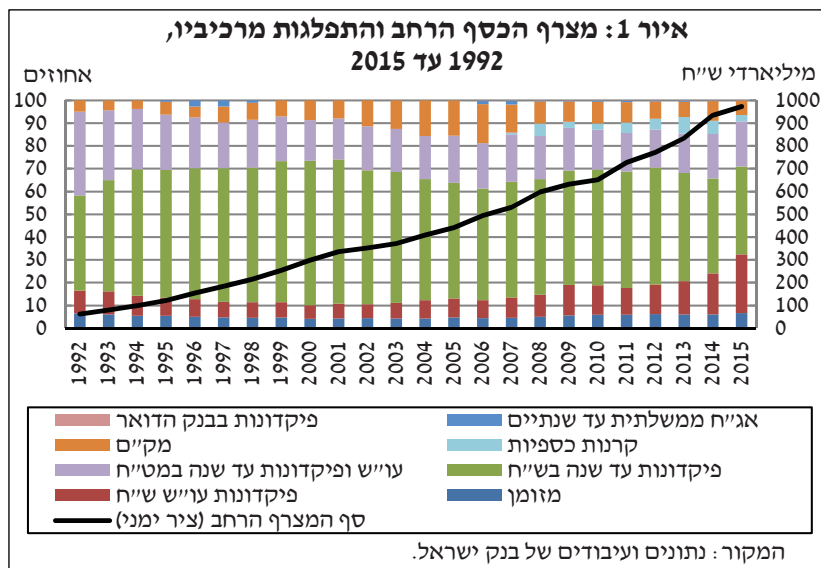
- מזומנים – מחושבים כסך הכסף (שטרות ומטבעות) שהונפק במחזור על ידי בנק ישראל בניכוי המזומנים שבידי הבנקים.⁸
- פיקדונות עו"ש ש"ח של הציבור – פיקדונות עובר ושב בשקלים.
- פיקדונות עד שנה⁹ לפי תקופה מקורית בש"ח ובמטבע חוץ, כולל פיקדונות עו"ש במטבע חוץ.

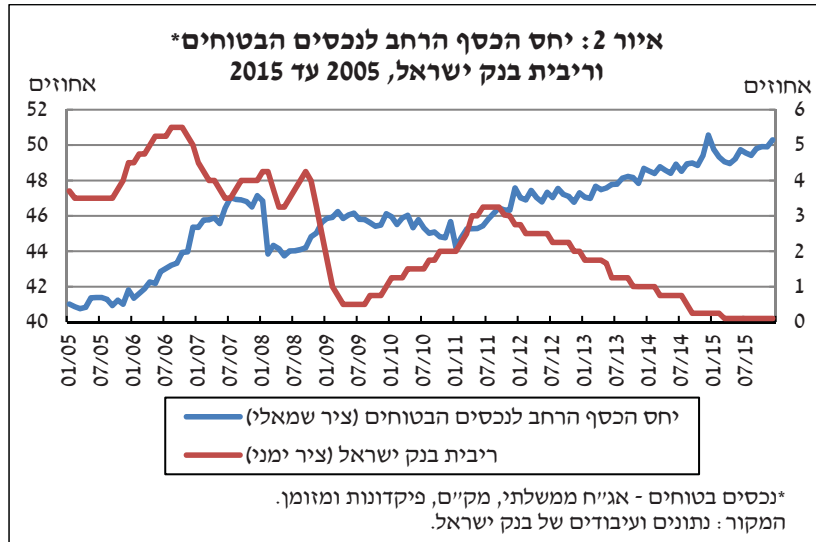
⁸ ייתכן שבסעיף זה נכלל גם מזומנים בידי תושבי חוץ, אם כי ההנחה היא שמדובר בסכום נמוך.

⁹ למרות שההגדרה הבינלאומית היא פיקדונות בעלי טווח מקורי לפירעון של עד שנתיים, בגלל מגבלת הנתונים נכללים רק פיקדונות עד שנה.

- קרנות כספיות – קרנות נאמנות אשר משקיעות את נכסיהן באפיקים סולידיים לטווח קצר, כגון מק"ם ופיקדונות בבנקים. ההפקדות בקרנות הכספיות הן נזילות ומעוטות סיכון היות שניתן לפדות אותן בכל יום מסחר, ולכן הן נכללות בהגדרת הכסף הרחב. ישנן מדינות, כמו ארה"ב, בהן ניתן לרשום המחאה כנגד הפקדות בקרנות אלו. הקרנות הכספיות בישראל הוקמו בתחילת שנת 2008, וכיום (נכון לסוף 2015) קיימות 36 קרנות מסוג זה.
 - מק"ם ואיגרות חוב ממשלתית שהונפקו במקור לתקופה של עד שנתיים – בסעיף זה נכלל המק"ם, שהינו איגרת חוב שאינה נושאת ריבית לתקופה של עד שנה, המונפקת על ידי בנק ישראל, וכן איגרות החוב הממשלתיות שהונפקו לתקופה מקורית של עד שנתיים.
 - פיקדונות בבנק הדואר – חברת בנק הדואר בע"מ התאגדה בישראל והחלה את פעילותה ב-1 במרס, 2006, כחברה בת של חברת דואר לישראל בע"מ, והיא פועלת לפי חוק הדואר. השירותים העיקריים של בנק הדואר הם גבייה עבור מוטבים שונים; ניהול חשבונות סילוקין; העברות כספים פנים ארציות ובינלאומיות; המרת מט"ח והנפקת כרטיסי חיוב; שירותי סליקה ושירותי עזר שונים לבעלי חשבון סילוקין בבנק. במסגרת שירותים אלו הציבור מפקיד פיקדונות בבנק הדואר. חשוב לציין, כי בנק הדואר איננו נחשב לבנק מסחרי משום שאינו נותן אשראי וכן אינו כפוף לחוק הבנקאות, ולכן גם איננו נתון לפיקוח של בנק ישראל.
- אג"ח שהונפקו על ידי הבנקים ועסקאות ריפו של הבנק המרכזי והבנקים מול הציבור לתקופה של עד שנתיים – מכשירים אלה לא נלקחו בחשבון היות שהם אינם מדווחים בדוחות הכספיים של הבנק המרכזי והבנקים במתכונת הנדרשת לצורך מדידת מצרף הכסף הרחב. בכל מקרה, מניתוח הדוחות הכספיים של הבנקים עולה, כי מדובר בסכום המהווה אחוז מזערי מסך המצרף הרחב (פחות מאחוז ב-2014) ולכן אי הכללתם אינו משנה באופן משמעותי את מדידת מצרף הכסף הרחב.

לצורך הדגמת המתודולוגיה והמשמעות, מוצגים בשני האיורים להלן נתונים על מצרף הכסף הרחב בישראל: איור 1 מציג את סך המצרף הרחב וכן את התפלגות מרכיביו, ואיור 2 מציג את יחס הכסף הרחב לנכסים הבטוחים שבידי הציבור וריבית בנק ישראל.





להלן מספר נקודות לציון באשר להתפתחות מצרף הכסף הרחב ורכיביו:

- מאז שנת 1992 ועד 2015 עלה מצרף הכסף הרחב כמעט ברציפות בכל רכיביו;
- המכשיר הדומיננטי ביותר הוא פיקדונות בשי"ח עד שנה, אשר מהווים נכון לסוף שנת 2015 כ-38% מסך המצרף;
- בשנים האחרונות, גדל סכום פיקדונות העו"ש של הציבור בבנקים בקצב מהיר ונכון לסוף שנת 2015 משקלם עומד על כ-26% מסך המצרף הרחב, לעומת כ-10% בשנת 1992, בעוד שמשקלו של מזומן בידי הציבור נותר קבוע, סביב ה-6%;
- פיקדונות עו"ש במט"ח ופיקדונות אחרים במט"ח עד שנה גדלו גם כן לאורך תקופת המדידה, אם כי משקלם בסך המצרף הרחב ירד מ-37% בסוף שנת 1992 ל-20% בסוף שנת 2015.
- אחזקות הציבור במק"ם מהוות כ-6% מסך המצרף הרחב נכון לסוף שנת 2015;
- הקרנות הכספיות, אשר החלו לפעול בישראל בתחילת 2008, תורמות כ-3% בסוף שנת 2015, זאת לעומת כ-6% בסוף שנת 2014;
- משקל הפיקדונות בבנק הדואר ואג"ח ממשלתיות עד שנתיים מסך המצרף הוא נמוך (פחות מ-0.5% נכון לסוף שנת 2015);
- יחס הכסף הרחב לנכסים הבטוחים, הכולל – מעבר לכסף הרחב – גם אג"ח ממשלתיות ופיקדונות לטווחים ארוכים יותר, עולה בשנים האחרונות במקביל לירידה בריבית בנק ישראל. המשמעות היא שהציבור נוטה להחזיק יותר נכסים נוזלים, ולטווח קצר יותר, כיוון שהרווח מוותר על החזקת נכסים אלה נמוך יותר.

מקורות הנתונים הם חשבות בנק ישראל, מאזני הבנקים המסחריים המדווחים לבנק ישראל – נתונים בנושא פיקדונות הציבור בבנקים, הדוחות החודשיים שקרנות כספיות מפרסמות על פי הנחיות הרשות לניירות ערך, משרד האוצר, הדוחות הכספיים השנתיים של בנק הדואר ועיבודי בנק ישראל.

4. מצרפי כסף אחרים בישראל והשוואתם למצרף הכסף הרחב

בשנת 1980 קבע הבנק המרכזי הפדרלי של ארה"ב הגדרות למדידת כמות הכסף. בעקבות כך, הוגדרו בישראל מצרפי הכסף הבאים:

$M1$ = מזומן בידי הציבור ופיקדונות עו"ש בש"ח של תושבי ישראל ותושבי חוץ, ללא עו"ש נושא ריבית;

$M2 = M1$ ובנוסף עו"ש נושא ריבית ופיקדונות לא צמודים עד שנה (פח"ק ופז"ק);

$M3 = M2$ ובנוסף פיקדונות צמודי מדד, פיקדונות צמודים ונקובים במט"ח עד שנה.

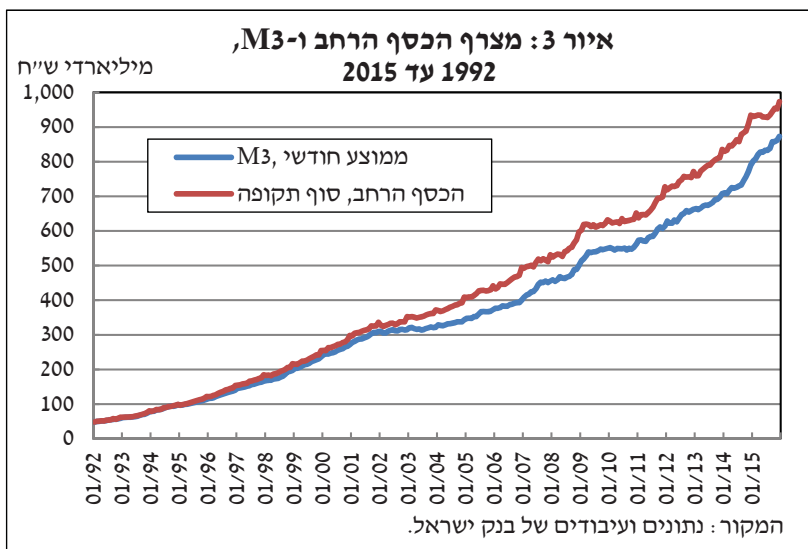
במסגרת המעקב אחר התפתחות כמות הכסף, משתמש בנק ישראל בנתונים של מצרפי הכסף בהגדרות השונות – מצרף הכסף הרחב ורכיביו ובנוסף $M1$ ו- $M2$ כפי שהוסבר לעיל.

ההגדרות של $M1$ ו- $M2$ שונות מההגדרות הבינלאומיות –

- על פי המלצת קרן המטבע להגדרת מצרף הכסף הצר ($M1$), יש לכלול בו את המזומנים בידי הציבור בתוספת פיקדונות העו"ש בש"ח של הציבור בבנקים. עם זאת, ב- $M1$ שבנק ישראל מציג ומחשב כלולים רק פיקדונות עו"ש שאינם נושאים ריבית, כיוון שזה המצרף הצר ביותר וכולל רכיבים ללא ריבית והצמדה וכן מסיבות היסטוריות, פיקדונות אלו מתווספים לרכיבי $M2$;
- ב- $M1$ וב- $M2$ כלולים פיקדונות של תושבי חוץ, זאת בגלל ההנחה כי במשק קטן כמו ישראל, תושבי חוץ ישתמשו בפיקדונותיהם במשק עצמו ולא מחוצה לו;
- בנוסף, בנק ישראל מחשב את $M1$ ואת $M2$ לפי ממוצע הימים בחודש, לעומת נתוני סוף חודש הנדרשים בחישוב לפי הגדרת הקרן, וזאת בגלל תנודתיות תוך חודשית. הממוצע מתאר טוב יותר את השימוש במצרף הכסף בהתאם לפעילות באותו חודש ולתנאים האחרים. בנתון המתייחס ליום בודד קיימת תנודתיות גדולה, בפרט בסוף השנה, שאינה משקפת את הגורמים הכלכליים הבסיסיים הקובעים את הביקוש לכסף.

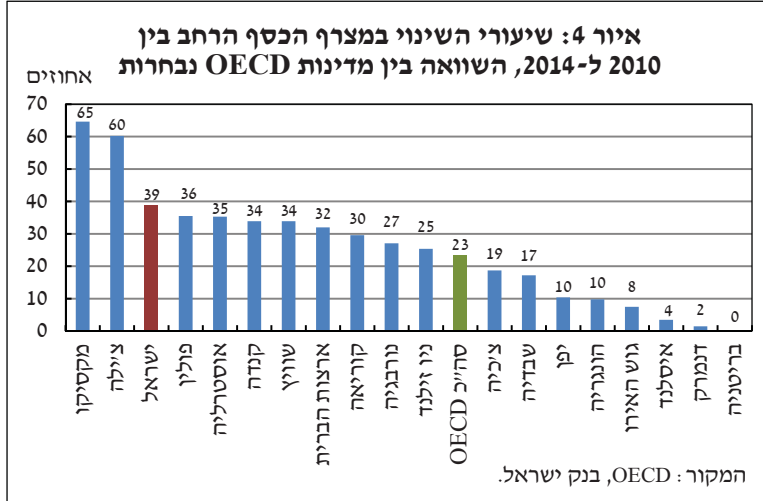
השוואה בין $M3$ לבין מצרף הכסף הרחב

מאז שנת 1992, $M3$ ומצרף הכסף הרחב עולים, כאשר ההבדל ביניהם מתרחב עם השנים (איור 3). עיקר ההבדל בין $M3$ לבין מצרף הכסף הרחב, על פי הגדרת קרן המטבע הבינלאומית ודרישת ארגון ה-OECD, נובע מהתפתחות של מכשירים ומנפיקים חדשים בעשורים האחרונים, כמו הקרנות הכספיות, שלא נלקחו בחשבון בהגדרת המצרף $M3$. על כן, היתרון של אימוץ המדידה בישראל על פי הסטנדרט הבינלאומי אינו רק מאפשר השוואה בינלאומית, אלא גם נותן ביטוי הולם להתפתחויות שחלו בשנים האחרונות במכשירים חדשים המהווים חלק מהכסף, ולא נלקחו בחשבון בהגדרות הקודמות.



5. השוואה בינלאומית

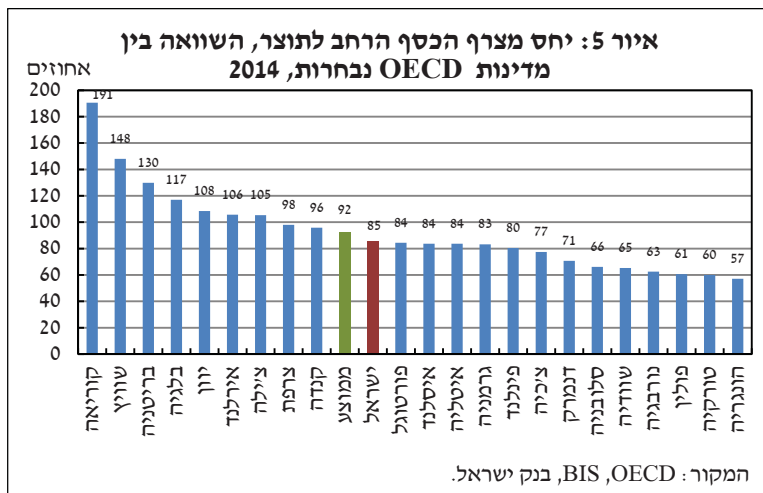
על מנת לערוך השוואה בינלאומית משמעותית של מצרף הכסף הרחב, מוצגת להלן השוואה של שיעורי השינוי במצרף הרחב, במהלך תקופה שעבורה יש בידינו נתונים, וכן מוצג היחס בין המצרף הרחב לתוצר במדינות OECD נבחרות.



ניתן לראות כי מאז שנת 2010 ועד 2014 (לאחר המשבר הפיננסי, שפרץ ב-2008), מצרף הכסף הרחב של ישראל עלה בשיעור של כ-40%, בעוד שהמדד של כל מדינות ה-OECD יחדיו עלה בכ-23% בלבד (איור 4). זאת על רקע שלושה משתנים:

(1) צמיחה גבוהה יותר בישראל: עלייה בשיעור של כ-4.6% בתוצר בעומת לעומת אומדן של כ-1.7% בממוצע במדינות ה-OECD.
 (2) אינפלציה נמוכה קצת יותר בישראל באותה תקופה: אינפלציה מצטברת של כ-7.4% בין 2010 ל-2014 לעומת כ-8.7% בממוצע במדינות ה-OECD.

(3) רמה ממוצעת נמוכה יותר של ריבית הבנק המרכזי בישראל לאורך כל התקופה: לעומת ממוצע של 2.2% במרבית מדינות ה-OECD.



בהשוואה בין היחס של מצרף הכסף הרחב לתוצר במדינות ה-OECD עבור נתוני דצמבר 2014: היחס עבור ישראל, העומד על 85%, קרוב לממוצע של מדינות ה-OECD הנבחרות, אשר עומד על 92% (איור 5). חשוב לציין, כי ההבדלים בין המדינות נובעים מגורמים מבניים רבים הדורשים ניתוח מעמיק אך אינם נכללים במסגרת עבודה זו.